

兴业科技(002674.SZ)/纺织

证券研究报告/公司点评

2024年4月23日

评级：买入（维持）

市场价格：12.2元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

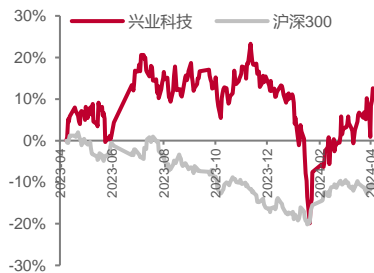
分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	291.86
流通股本(百万股)	288.87
市价(元)	12.20
市值(百万元)	3560.73
流通市值(百万元)	3524.17

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,988	2,700	3,343	4,048	4,831
增长率 yoy%	15%	36%	24%	21%	19%
净利润(百万元)	151	186	263	339	414
增长率 yoy%	-17%	24%	41%	29%	22%
每股收益(元)	0.52	0.64	0.90	1.16	1.42
每股现金流量	-0.38	0.09	4.58	1.50	1.34
净资产收益率	6%	7%	9%	10%	11%
P/E	24	19	14	11	9
P/B	2	1	1	1	1

备注：股价信息为2024年4月22日收盘价

投资要点

- 事件：公司披露2023年及24Q1业绩，业绩符合预期。**公司23年实现营业收入27亿元，同比+35.81%；实现归母净利润1.86亿元，同比+23.74%（23年股权激励费用合计1151万元，加回股权激励费用后的归母净利润1.98亿元，同比+31.4%）；扣非后归母净利润1.8亿元，同比+36.86%。24Q1实现营业收入5.97亿元，同比+28.61%；实现归母净利润0.35亿元，同比+22.03%；扣非后归母净利润0.33亿元，同比+44.83%。
- 传统鞋包带用皮低基数下增长靓丽，汽车内饰皮革及二层皮胶原蛋白原料放量增长。**主营业务分产品看，1)鞋包带用皮革：23年实现营业收入18.67亿元，同比+19.59%，低基数下修复靓丽。2)汽车内饰用皮革：实现营业收入5.99亿元，同比+94.21%，延续放量增长态势。3)二层皮胶原蛋白原料：实现营业收入1.34亿元，同比+165.52%。子公司宝泰皮革从事二层皮加工及二层皮胶原蛋白原料业务，处于产能快速释放阶段。23年宝泰皮革实现营业收入4.89亿元（其中二层皮3.55亿元，胶原蛋白原料1.34亿元）。
- 规模效应及结构优化带动公司盈利能力显著提升，其中汽车皮革毛利率提升显著。**2023年公司毛利率同比+1.9pp至21.41%。分产品看，1)鞋包带用皮毛利率同比+0.19pp至19.67%，主要受益于成本改善。2)汽车内饰皮革毛利率同比+6.06pp至29.91%，主要受益于规模效应及内部管理改善带来的降本增效成果；子公司宏兴汽车皮革23年实现净利润9879万元，净利润率达到16.3%。3)二层皮胶原蛋白原料毛利率同比-1.90pp至12.17%。23年期间费用率同比+0.5pp至8.96%；其中，销售费用率+0.22pp至1.32%；管理费用率（含研发费用率2.67%）同比+0.01pp至6.89%；财务费用率同比+0.27pp至0.75%。期间费用率提升主要受股权激励费用影响。整体盈利能力稳步提升，23年销售净利率同比+0.14pp至8.57%。24Q1毛利率同比+2.48pp至20.24%；净利率同比+0.43pp至7.46%；期间费用率同比+0.62pp至8.07%。
- 现金流较22年改善，存货及应收账款周转效率提升。**23年实现经营现金流0.25亿元，同比+122.69%；分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4经营现金流分别为-2.28/+1.64/+0.69/+0.20亿元；24Q1实现经营现金流0.45亿元。23年净营业周期197.75天，同比下降5.73天；其中，存货周转天数192.22天，同比下降4.34天；应收账款周转天数57.04天，同比下降1.01天。
- 投资建议：**公司深耕传统皮革行业，通过收购成功拓展二层皮加工与新能源汽车皮革赛道，同时利用自身资源技术优势进一步发展胶原蛋白原料业务，未来有望在新兴领域获取更多市场份额。考虑公司汽车皮革业务持续获得新客户，我们小幅上调2025年盈利预测，我们预计公司2024-2026年实现营收33.43、40.48、48.31亿元（24-25年前值33.33、39.54亿元，据24Q1业绩有所调整），同比分别+24%、+21%、+19%；归母净利润2.63、3.39、4.14亿元（24-25年前值2.94、3.54亿元，据24Q1业绩有所调整），同比分别+41%、+29%、+22%，对应PE 14、11、9倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格大幅度波动风险、市场竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险

图表 1：兴业科技三大财务报表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	548	1,584	2,082	2,680	营业收入	2,700	3,343	4,048	4,831
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,122	2,596	3,126	3,724
应收账款	444	522	632	762	税金及附加	14	18	22	35
预付账款	76	92	94	112	销售费用	36	44	53	73
存货	1,249	519	625	745	管理费用	114	141	171	214
合同资产	0	0	0	0	研发费用	72	89	116	151
其他流动资产	664	565	604	647	财务费用	20	39	18	3
流动资产合计	2,980	3,283	4,036	4,945	信用减值损失	0	0	-2	-11
其他长期投资	23	23	23	23	资产减值损失	-75	-70	-43	-68
长期股权投资	154	154	154	154	公允价值变动收益	-12	0	0	0
固定资产	666	592	525	467	投资收益	12	12	12	0
在建工程	63	67	71	75	其他收益	18	17	0	122
无形资产	52	48	45	43	营业利润	265	374	507	663
其他非流动资产	174	174	175	175	营业外收入	3	4	3	4
非流动资产合计	1,133	1,058	993	937	营业外支出	2	2	2	20
资产合计	4,112	4,341	5,030	5,882	利润总额	266	376	508	647
短期借款	450	97	226	335	所得税	35	43	67	97
应付票据	20	84	113	87	净利润	231	333	441	550
应付账款	311	392	503	569	少数股东损益	45	70	102	136
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	186	263	339	414
合同负债	18	22	27	32	NOPLAT	249	368	456	553
其他应付款	47	47	47	47	EPS (按最新股本摊薄)	0.64	0.90	1.16	1.42
一年内到期的非流动负债	15	15	15	15					
其他流动负债	149	177	209	249	主要财务比率				
流动负债合计	1,011	835	1,141	1,335	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	430	573	573	740	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	35.8%	23.8%	21.1%	19.3%
其他非流动负债	58	58	58	58	EBIT增长率	39.6%	44.7%	26.9%	23.6%
非流动负债合计	488	632	632	798	归母公司净利润增长率	23.7%	41.4%	28.6%	22.3%
负债合计	1,499	1,466	1,773	2,133	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,401	2,592	2,873	3,229	毛利率	21.4%	22.3%	22.8%	22.9%
少数股东权益	212	282	384	520	净利率	8.6%	10.0%	10.9%	11.4%
所有者权益合计	2,613	2,875	3,257	3,749	ROE	7.1%	9.2%	10.4%	11.0%
负债和股东权益	4,112	4,341	5,030	5,882	ROIC	10.1%	14.3%	15.4%	16.0%
					偿债能力				
					资产负债率	36.4%	33.8%	35.2%	36.3%
					债务权益比	36.5%	25.9%	26.8%	30.6%
					流动比率	2.9	3.9	3.5	3.7
					速动比率	1.7	3.3	3.0	3.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
					应收账款周转天数	57	52	51	52
					应付账款周转天数	52	49	52	52
					存货周转天数	192	123	66	66
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.64	0.90	1.16	1.42
					每股经营现金流	0.09	4.58	1.50	1.35
					每股净资产	8.23	8.88	9.84	11.06
					估值比率				
					P/E	19	14	11	9
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	65	47	39	32

来源：Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。